

Die Wirtschaftslage in Deutschland im Herbst 1999

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Weltwirtschaft hat im Sommerhalbjahr 1999 wieder Tritt gefaßt. Das zügige Expansionstempo deutet darauf hin, daß der kontraktive Einfluß der von den internationalen Finanz- und Wirtschaftskrisen ausgelösten Schocks immer mehr in den Hintergrund getreten ist. Damit sind auch die globalen Konjunkturperspektiven für das kommende Jahr deutlich besser geworden. Einen maßgeblichen Beitrag dazu haben die Stabilisierung der japanischen Wirtschaft sowie der zum Teil sehr dynamische Aufschwung in einigen ostasiatischen Schwellenländern geleistet. Außerdem konnten in den meisten lateinamerikanischen Staaten die rezessiven Tendenzen vergleichsweise rasch gestoppt werden. In den mitteleuropäischen Reformländern zieht die Konjunktur seit dem Frühjahr wieder an; auch in Rußland tendierte die gesamtwirtschaftliche Erzeugung nach dem kräftigen Produktionseinbruch im Jahr 1998 zuletzt nach oben. Darüber hinaus wurde die Erholung der Weltwirtschaft weiterhin in starkem Maße durch die anhaltend kräftige Expansion in den USA gestützt.

*Weltwirtschaft
im Aufschwung*

Der IWF hat angesichts der in den vergangenen Monaten recht günstigen weltweiten Entwicklung vor kurzem seine globale Wachstumsprognose vom Frühjahr dieses Jahres für 1999 von 2 ¼ % auf 3 % nach oben korrigiert, was gegenüber 1998 eine Temposteigerung um einen halben Prozentpunkt bedeuten würde. Im nächsten Jahr sollen danach die weltwirtschaftliche Erzeugung um 3 ½ % und das Welthandelsvolumen um gut 6 % zunehmen. Innerhalb der Industrieländer könn-

*Jüngste
Prognose
des IWF*

ten sich dem IWF zufolge die Wachstumsdivergenzen vor allem zwischen Japan und den USA weiter spürbar zurückbilden. Für Westeuropa wird eine merklich schnellere konjunkturelle Gangart prognostiziert. Die Zunahme des aggregierten realen Bruttoinlandsprodukts der Industrieländer wird jedoch wegen des erwarteten „soft landing“ der amerikanischen Wirtschaft im nächsten Jahr mit voraussichtlich 2 ½ % praktisch nicht stärker sein als in den Jahren 1998 und 1999. Dagegen soll sich die Expansion in den Entwicklungsländern von 3 ½ % in diesem Jahr auf knapp 5 % und in den Transformationsländern von weniger als 1 % auf fast 3 % beschleunigen, wobei für Rußland nach einer Stagnation im Jahresdurchschnitt 1999 ein Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung um 2 % erwartet wird. Die weltweite Verstärkung des Produktionswachstums vollzieht sich nach der IWF-Prognose trotz kräftiger Rohstoffpreiserhöhungen seit dem Frühjahr dieses Jahres und des sich abzeichnenden Anstiegs der Kapazitätsauslastung in einem insgesamt relativ günstigen Preisklima.

Südostasien

Besonders bemerkenswert ist die kräftige wirtschaftliche Erholung der südostasiatischen Schwellenländer, die 1998 noch überwiegend erhebliche Produktionseinbrüche hinnehmen mußten. Taiwan, Südkorea, Singapur und Hongkong zusammengenommen werden dem IWF zufolge 1999 und 2000 um jeweils reichlich 5 % wachsen. Andere Länder in der Region, wie etwa Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Thailand, die von den Krisen teilweise noch erheblich stärker betroffen waren, haben ebenfalls die Talsohle durchschritten und befinden sich wieder auf

**Vorausschätzungen des IWF
für 1999 und 2000 *)**

Position	1997	1998	1999	2000
Reales Bruttoinlandsprodukt	Veränderung gegen Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 3,2	+ 2,2	+ 2,8	+ 2,7
darunter:				
USA 2)	+ 3,9	+ 3,9	+ 3,7	+ 2,6
Japan	+ 1,4	- 2,8	+ 1,0	+ 1,5
EWU	+ 2,4	+ 2,8	+ 2,1	+ 2,8
Verbraucherpreise 3)				
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 2,1	+ 1,5	+ 1,4	+ 1,8
darunter:				
USA	+ 2,3	+ 1,6	+ 2,2	+ 2,5
Japan	+ 1,7	+ 0,6	- 0,4	0,0
EWU	+ 1,6	+ 1,2	+ 1,0	+ 1,3
Arbeitslosigkeit	Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	6,8	6,7	6,5	6,5
darunter:				
USA	4,9	4,5	4,3	4,5
Japan	3,4	4,1	5,0	5,8
EWU	11,7	10,9	10,3	9,7

* Quelle: IWF, World Economic Outlook, Oktober 1999. — 1 Industrieländer zuzüglich Israel, China (Taiwan), Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Republik Korea und Singapur. — 2 Revidierte Ergebnisse für 1997 und 1998 nach der Umstellung auf das neue System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (SNA 93): + 4,5 % bzw. + 4,3 %. — 3 Preisindex für die Lebenshaltung.

Deutsche Bundesbank

Wachstumskurs. Der gegenwärtige Aufschwung in Südostasien, der in den letzten Monaten durch den starken Kurs des japanischen Yen sowie die sehr lebhaft globale Nachfrage nach elektronischen Vorprodukten und Fertigerzeugnissen zusätzliche Impulse erhalten hat, verdeckt gleichwohl immer noch vorhandene Strukturprobleme. Die kräftige Konjunkturerholung darf deshalb nicht dazu verleiten, den Druck zur Fortsetzung der Restrukturierung des Finanz- und Unternehmenssektors zu mindern.

Die amerikanische Wirtschaft hat nach einer Wachstumsberuhigung im Frühjahr ihre Gangart wieder beschleunigt; im dritten Quartal übertraf das reale Bruttoinlandsprodukt nach ersten Schätzungen das Niveau des zweiten Jahresviertels saison- und kalen-

USA

derbereinigt um gut 1% und den Stand vor Jahresfrist um 4%. Mit der Veröffentlichung dieser Zahlen sind auch die nach Maßgabe des neuen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (SNA 93) ermittelten VGR-Ergebnisse für die Jahre ab 1959 vorgestellt worden. Danach war das Wirtschaftswachstum in den USA insbesondere in den neunziger Jahren mit 3 ½ % pro Jahr noch erheblich stärker als bisher ausgewiesen (3%). Im Zuge dieser Umstellung ist die Sparquote der privaten Haushalte ebenfalls nach oben korrigiert worden. Mit 2,1% – gemessen am Verfügbaren Einkommen – war sie gleichwohl im Sommer 1999 relativ niedrig (nach der alten Rechnung hatte sie im Frühjahr noch bei –1,3% gelegen).

Das kräftige Wachstum im dritten Quartal ist zum einen auf eine lebhaftere Investitionstätigkeit der gewerblichen Wirtschaft zurückzuführen. Zum anderen nahm die reale Ausfuhr saisonbereinigt mit 3% recht deutlich zu, worin sich bereits die Konjunkturerholung in wichtigen Abnehmerländern widerspiegeln dürfte. Die preisbereinigten Konsumausgaben der privaten Haushalte konnten das hohe Expansionstempo vom Frühjahr halten, wobei erneut Gebrauchsgüter stark nachgefragt wurden. Dagegen tendierte der Wohnungsbau unter anderem als Reflex der Zinserhöhungen am amerikanischen Kapitalmarkt im Verlauf nach unten. Die Lage am Arbeitsmarkt ist nach wie vor angespannt, was sich bisher allerdings nicht in einer entsprechenden Beschleunigung des Preisauftriebs niedergeschlagen hat. Die höhere Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe von 2,6% im September nach 2,3% im August ist im wesent-

lichen auf den kräftigen Anstieg der Energiepreise sowie auf einen Preissprung bei Tabakwaren zurückzuführen.

In Japan hat sich die wirtschaftliche Be-
Japan
lebung, die im ersten Quartal 1999 dank umfangreicher staatlicher Nachfrageimpulse eingeleitet worden war, nach der Jahresmitte fortgesetzt. Die Industrieproduktion nahm im Sommer saisonbereinigt um knapp 4% gegenüber dem zweiten Quartal zu und lag damit erstmals seit zwei Jahren wieder über dem Niveau vor Jahresfrist (2 ½%). Zu diesem starken Anstieg haben jedoch auch Sonderfaktoren beigetragen, so daß der Aufwärtstrend merklich flacher sein dürfte. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird nach der Prognose des IWF in diesem und im nächsten Jahr um etwa 1% beziehungsweise 1 ½% zunehmen, verglichen mit einem Rückgang um knapp 3% im Jahr 1998.

Hauptstütze der konjunkturellen Erholung ist nach wie vor die ausgesprochen expansive Fiskalpolitik der öffentlichen Hand, die fortgesetzt werden soll. So hat die Regierung ein neues Konjunkturpaket in einer Größenordnung von 3 ½% des Bruttoinlandsprodukts angekündigt, das auch nicht unmittelbar nachfragewirksame Komponenten wie zum Beispiel öffentliche Kreditgarantien für mittlere und kleine Unternehmen enthält. Letztlich werden mit diesem Programm vor allem auslaufende Stimulierungsmaßnahmen ersetzt; das Budgetdefizit bleibt mit schätzungsweise 7 ½% des Bruttoinlandsprodukts sehr hoch. Mit Hilfe der staatlichen Konjunkturpakete der letzten beiden Jahre ist es zwar gelungen, die Stimmung bei den Unterneh-

men sowie den Konsumenten zu verbessern, ein selbsttragender Aufschwung konnte dadurch allerdings noch nicht in Gang gesetzt werden. So planen die Unternehmen angesichts hoher Überkapazitäten, ihre Investitionsbudgets im laufenden Haushaltsjahr nochmals erheblich zu kürzen. Zudem belastet die Restrukturierung im Unternehmenssektor den Privaten Verbrauch insofern, als vermehrt Stellen abgebaut werden und sich die Einkommensperspektiven der Arbeitnehmer schon von daher eintrüben. Darüber hinaus ist die im Frühjahr noch lebhaft entwickelte Exportentwicklung in den letzten Monaten zunehmend durch die Stärke des Yen gebremst worden.

Großbritannien

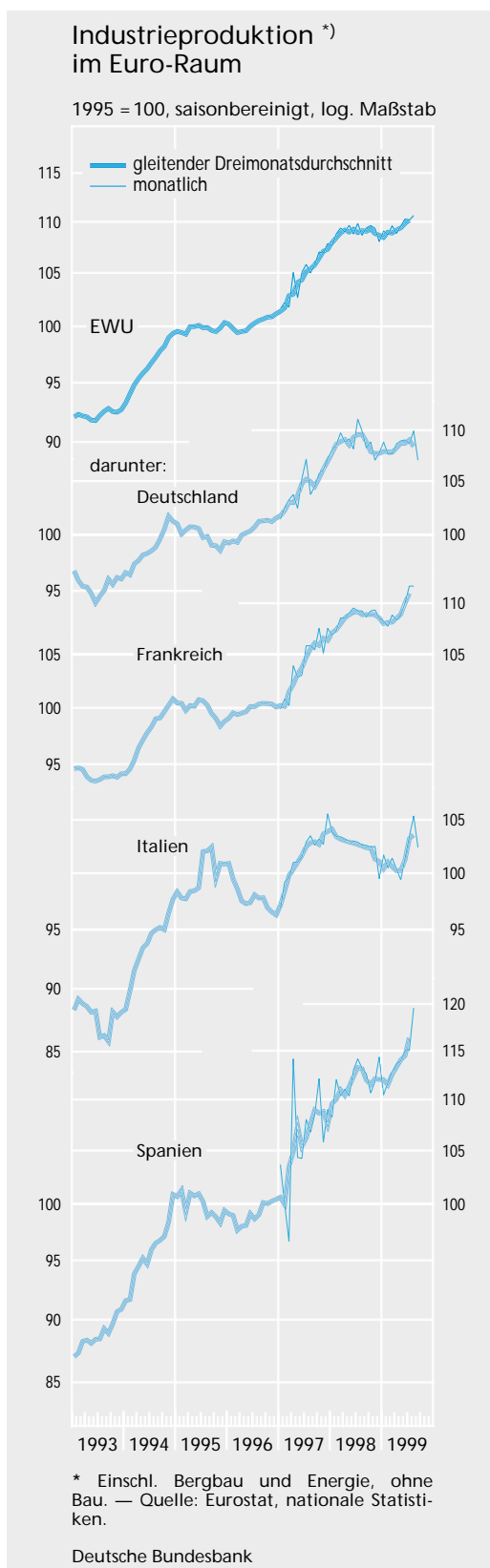
Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung in Großbritannien hat sich nach den noch vorläufigen Berechnungen im Sommer weiter verstärkt, und zwar saison- und kalenderbereinigt betrachtet auf fast 1% gegenüber dem Frühjahr, als es bei gut ½% gelegen hatte. Das entsprechende Vorjahrsniveau wurde um knapp 2% übertroffen. Die britische Wirtschaft befindet sich nunmehr seit dem Sommer 1992 auf Expansionskurs und hat in dieser Zeit ihre Produktion um reichlich ein Fünftel gesteigert. Besonders kräftig wuchs der Dienstleistungssektor mit nahezu 30%. Der langandauernde Aufschwung hat zu einem beträchtlichen Abbau der Arbeitslosigkeit geführt. Die standardisierte Arbeitslosenquote ist seit dem letzten Höchststand Anfang 1993 um fünf Prozentpunkte auf saisonbereinigt 5,9% im Juli dieses Jahres gesunken und lag damit deutlich unter dem EWU-Durchschnitt von 10,0%. Die Kehrseite davon ist, daß der

Lohnauftrieb zuletzt spürbar zugenommen hat. So sind die Durchschnittsverdienste im Dreimonatszeitraum Juli/September mit einer Vorjahrsrate von 4¾% gestiegen, die von der Notenbank als nicht mehr mit ihrer stabilitätspolitischen Zielvorstellung vereinbar angesehen wird. Die starken Preiserhöhungen an den Immobilienmärkten werden ebenfalls als Indiz für einen wachsenden Inflationsdruck gewertet. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe (ohne Hypothekenzinsen gerechnet) lag allerdings im Oktober mit 2,2% noch merklich unter dem Inflationsziel von 2,5%.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Das reale Bruttoinlandsprodukt in der EWU ist – nach den letzten Schätzungen – im Frühjahr saisonbereinigt um ½% gegenüber dem ersten Quartal gestiegen, als es etwas weniger zugenommen hatte. Es lag damit um gut 1½% über dem Stand vom zweiten Jahresviertel 1998. Das Wachstum wurde fast ausschließlich von der Inlandsnachfrage getragen, die ihren Vorjahrsstand um 2½% übertraf. Der Private Verbrauch und die Anlageinvestitionen entwickelten sich nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse zwar nicht mehr so dynamisch wie noch in den Wintermonaten. Dies wurde aber dadurch wettgemacht, daß die Lagerinvestitionen, die damals angesichts der herrschenden Nachfrageschwäche stark gekürzt worden waren, leicht ausgeweitet wurden. Die realen Exporte zogen zudem saisonbereinigt mit 1½% recht kräftig an. Die Importe nahmen nicht ganz so stark zu, so daß sich der Außenbeitrag etwas erhöhte. In

*Günstige
wirtschaftliche
Entwicklung im
Sommer-
halbjahr*



den sieben Ländern, auf deren Angaben die aktuellen BIP-Berechnungen für die EWU beruhen, ist die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr durchweg aufwärts gerichtet gewesen. Das Expansionstempo divergierte jedoch beträchtlich, wobei Italien mit einer Jahresrate von weniger als ½ % die Untergrenze und Spanien mit 3 ½ % die Obergrenze markierten.

Nach der Jahresmitte scheint die Konjunktur im EWU-Raum an Schwung gewonnen zu haben. Die Industrieproduktion legte im Zeitraum Juli/August saisonbereinigt um ¾ % gegenüber dem zweiten Quartal zu, was vor allem auf Italien, Spanien und Frankreich zurückzuführen ist. Das entsprechende Vorjahrsergebnis wurde um reichlich 1% übertroffen. In dieses Bild paßt, daß die Kapazitätsauslastung der Industrie in der EWU nach ihrem Rückgang im Frühjahr saisonbereinigt wieder leicht gestiegen ist. Zudem tendierte der durch Umfragen ermittelte Vertrauensindikator im Verarbeitenden Gewerbe bis zuletzt weiter nach oben, wobei eine Klimaverbesserung in nahezu allen Teilnehmerländern festzustellen ist. Insgesamt deuten die aktuellen Informationen darauf hin, daß das Wachstumsgefälle in der EWU kleiner wird.

In diese Richtung weist auch die jüngste IWF-Prognose. Danach schließen die derzeitigen konjunkturellen „Nachzügler“ Deutschland und Italien im nächsten Jahr merklich zum EWU-Durchschnitt auf, während die bisher schon wachstumsstarken Länder ihr hohes Expansionstempo voraussichtlich halten werden. Das Wachstum im EWU-Raum könnte sich demzufolge von 2 % in diesem Jahr auf

*Perspektiven
für 2000*

2¾% im Jahr 2000 beschleunigen. Damit würde auch der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten deutlich steigen, aber noch keine Vollauslastung erreichen; dies gilt insbesondere für Deutschland und Italien.

Arbeitsmarkt

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im Euro-Raum in den letzten Monaten kaum noch verbessert. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im September – wie im Juli und im August – mit saisonbereinigt 10,0% nur wenig unter dem Stand vom Juni (10,1%). Sie war damit allerdings 0,7 Prozentpunkte niedriger als ein Jahr zuvor. Nur in Deutschland hat die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt etwas zugenommen; anhaltende Rückgänge waren in den Niederlanden, Finnland, Frankreich, Irland und Spanien zu verzeichnen.

Verbraucherpreise

Auf der Verbraucherstufe sind die Preise seit Jahresbeginn in einem mäßigen Tempo gestiegen. Im September betrug der Vorjahrsabstand ebenso wie schon im August + 1,2%. Während sich Energieträger unter dem Einfluß der Entwicklungen auf den Weltrohstoffmärkten weiter verteuerten, gingen insbesondere die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel zurück. Bei gewerblichen Waren kam es in den letzten Monaten kaum zu weiteren Preissteigerungen. Zwischen den Preistrends in einzelnen Ländern gibt es weiterhin große Unterschiede. Während die Teuerungsrate in Österreich, Frankreich und Deutschland unter 1% blieb, stiegen die Preise zuletzt in Spanien binnen Jahresfrist um 2,4% und in Irland um 2,8%. An der Obergrenze der von der EZB definierten Zone der Preisstabilität von 2% lagen die Niederlande, Portugal und Italien.

Zur Dämpfung des Preisauftriebs hat die italienische Regierung vor kurzem beschlossen, die Mineralölsteuer zeitlich befristet zu senken. Für den Euro-Raum insgesamt wird im allgemeinen eine leichte Verstärkung des Preisauftriebs im Jahresmittel 2000 erwartet.

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Die weltweite wirtschaftliche Erholung hat in den Sommermonaten den Außenhandel der EWU mit Drittländern deutlich stimuliert. Insbesondere die Exporttätigkeit der Anbieter aus dem Euro-Raum, die um die Jahreswende 1998/1999 bereits ihren Tiefpunkt erreicht hatte, im Anschluß daran aber nur zögernd wieder in Schwung kam, hat sich in den letzten Monaten spürbar belebt. Im Vorjahrsvergleich ist dies zwar nicht ohne weiteres zu erkennen. Doch immerhin übertrafen die Exporte des Euro-Gebiets im Zweimonatszeitraum Juli/August (die Septemberzahlen liegen noch nicht vor) erstmals wieder den Stand der entsprechenden Vorjahrszeit, und zwar um gut ½%; dagegen wurde im ersten Halbjahr 1999 das Ausfuhrniveau des Vorjahres noch um reichlich 3½% unterschritten.

Mit der konjunkturellen Belebung in den EWU-Ländern haben sich auch die Warenbezüge aus Drittländern erhöht. Im Juli/August dieses Jahres lagen die Einfuhren dem Wert nach um gut 4½% über dem Stand der entsprechenden Vorjahrsmonate, verglichen mit einem Rückgang von 1½% in der ersten Hälfte dieses Jahres. Das reale Einfuhrwachstum war jedoch geringer als in diesen Zahlen

*Außenhandel
der EWU mit
Drittländern*

auf den ersten Blick zum Ausdruck kommt, da die Einfuhrpreise insbesondere für Erdöl und Mineralölzerzeugnisse kräftig gestiegen sind. Als Ergebnis der unterschiedlichen Zuwächse auf der Ausfuhr- und Einfuhrseite lag daher auch der Überschuß der EWU im Außenhandel mit Drittländern – trotz der deutlich lebhafteren Exporttätigkeit im Berichtszeitraum Juli/August – mit 20 ½ Mrd Euro unter dem entsprechenden Vorjahrswert (24 Mrd ECU).

Leistungsbilanz

Gleichzeitig schlossen die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit einem höheren Passivsaldo ab (10 ½ Mrd Euro) als im Juli/August 1998 (9 Mrd ECU), wobei insbesondere gestiegene Transferzahlungen an Drittländer ins Gewicht fielen. Im Ergebnis wies daher die Leistungsbilanz der EWU mit gut 9 ½ Mrd Euro einen deutlich geringeren Überschuß auf als vor Jahresfrist (15 Mrd ECU).

Wechselkursentwicklung

Die Position des Euro an den Devisenmärkten hat sich nach der zeitweiligen Befestigung im Sommer bis Ende September erneut abgeschwächt. Im Anschluß daran haben zeitweise zwar die Auftriebskräfte die Oberhand gewonnen; in den ersten Novemberwochen sank der Euro jedoch wieder und erreichte dabei seinen bisher tiefsten Stand in diesem Jahr.

Yen

Hinter der Entwicklung des Euro in den Herbstmonaten stand zunächst der Höhenflug des Yen, der sich gegenüber dem Euro Mitte September mit einem Kurssprung um gut 6 % verteuerte. Sowohl die Belebung der Wirtschaftsaktivität in Japan als auch die unerwartet rasche Erholung einiger Schwellen-

länder in der ostasiatischen Region dürften zunächst für diese Neubewertung der Währungsrelationen ausschlaggebend gewesen sein. Zu einer gewissen Korrektur gab dann allerdings der Stimmungswandel am Markt im Hinblick auf die künftigen Wachstumsperspektiven in der EWU Anlaß. Die in diesem Zusammenhang aufgekommenen Zinserwartungen im Euro-Raum haben die Erholung der europäischen Währung zeitweilig unterstützt. Zuletzt notierte der Euro mit 110 Yen im Vergleich zu dem Tiefstand vom September wieder um etwa 1 ½ % fester; seinen Wert vom Jahresanfang gegenüber dem Yen unterschritt er damit jedoch um fast 18 %.

In einem Spannungsfeld unterschiedlich wirkender Faktoren wurde dagegen beim US-Dollar in den zurückliegenden Monaten keine klare Entwicklungsrichtung erkennbar. Nach einer spürbaren Befestigung im Juli schwankte der Euro gegenüber dem US-Dollar in einem Band zwischen 1,03 US-\$ und 1,09 US-\$. Darin kommen die sich wiederholt abwechselnden Markteinschätzungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Perspektiven in den beiden Regionen zum Ausdruck. Zum einen unterstützten Meldungen über das bemerkenswert kräftige und verhältnismäßig spannungsfreie Wachstum der US-Wirtschaft wiederholt den US-Dollar; auf der anderen Seite verbesserten sich die Perspektiven für den Euro dadurch, daß die wirtschaftliche Erholung in der EWU weiter an Kontur gewann, so daß sich damit das Wachstumsgefälle zwischen den USA und dem Euro-Raum tendenziell verengen dürfte. Bei Abschluß dieses Berichts bewegten sich die Dollarnotierungen des Euro bei 1,04 US-\$.

Dollar

Effektiver Euro-
Kurs

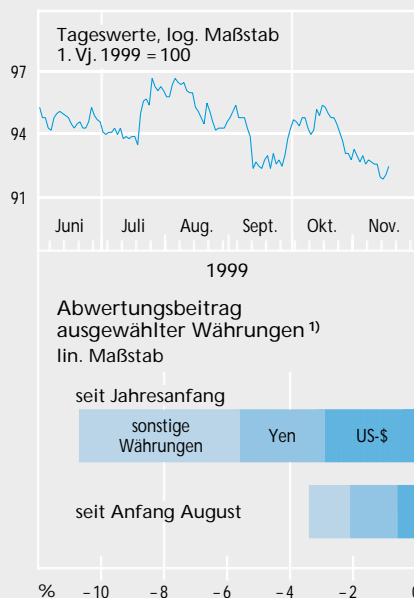
Im gewogenen Durchschnitt hat sich der Euro seit Anfang August um 3 ½ % abgeschwächt; damit wurde die europäische Währung zuletzt um fast 11% niedriger als zu Jahresbeginn bewertet. Vor dem Hintergrund recht ähnlicher Inflationsraten in den Industrieländern wird die günstige Wettbewerbsposition europäischer Anbieter auf den Auslandsmärkten damit auch weiterhin von der Wechselkursseite gestützt. Auf Dauer muß Konkurrenzfähigkeit an den Weltmärkten jedoch durch Kostendisziplin im Innern „verdient“ werden.

**Geldpolitik und Finanzmärkte
in der EWU**

Zinserhöhung
im November

Der EZB-Rat hat in den vergangenen Monaten seine Zinspolitik der ruhigen Hand zunächst fortgesetzt und die Leitzinsen des Eurosystems unverändert belassen. Mit Wirkung vom 10. November setzte er dann den Zins für die weiterhin als Mengentender ausgeschrieben Hauptrefinanzierungsoperationen von 2,5 % auf 3,0 % herauf und erhöhte zum 5. November die Zinssätze der Spitzenrefinanzierungs- und der Einlagefazilität von 3,5 % auf 4,0 % beziehungsweise von 1,5 % auf 2,0 %. Die Zinserhöhung soll die gegenwärtig weitgehend erreichte Preisstabilität aufrechterhalten und damit dauerhaftes Wachstum fördern. Angesichts der gestiegenen Preisrisiken, des anhaltend starken Geldmengenwachstums und des in Gang gekommenen Konjunkturaufschwungs waren besonders expansive Impulse nicht mehr angezeigt. Der Zinsschritt bedeutet im Ergebnis eine Rücknahme der Zinssenkung vom April

Entwicklung des effektiven
Euro-Wechselkurses *)



* Gegenüber 13 Ländern. — 1 Gewogene Veränderung der bilateralen Wechselkurse.

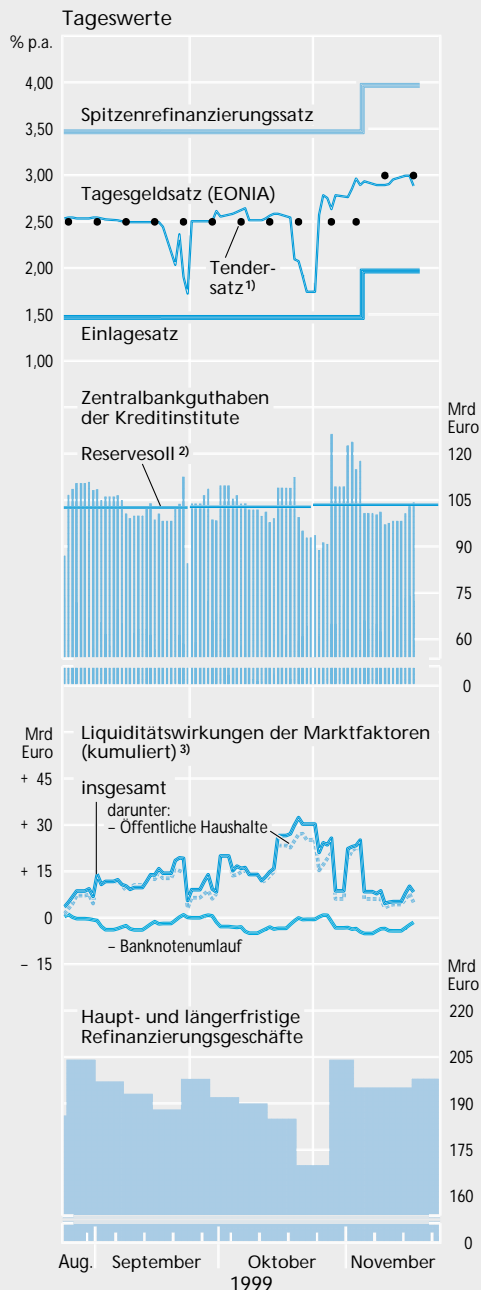
Deutsche Bundesbank

dieses Jahres, die Deflationsgefahren vorbeugen sollte. Die Geldpolitik bleibt auch nach der Zinserhöhung locker.

Die EZB hat die Öffentlichkeit seit den Sommermonaten auf die Zinserhöhung vorbereitet, so daß sich bereits im Vorfeld die Erwartung steigender Notenbankzinsen an den Finanzmärkten verfestigt hatte. Nachdem die Terminalsätze am Kassamarkt (EURIBOR) im länger- und mittelfristigen Bereich seit dem Frühsommer kontinuierlich gestiegen waren, zogen seit Anfang Oktober auch im kürzerfristigen Bereich die Notierungen kräftig an. Hierin spiegeln sich neben dem erwarteten Zinsbeschluß des EZB-Rats auch Prämien für die Jahreswende 1999/2000 (Jahr-2000-Problematik), die insbesondere für unbesicherte Gelder erheblich über die sonst üblichen

Anstieg der
Geldmarktsätze

Zinsentwicklung und Liquiditätssteuerung im Eurosystem



1 Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. — 2 Erfüllungsperioden: 24.8. bis 23.9., 24.9. bis 23.10. und 24.10. bis 23.11. 1999. — 3 Banknotenumlauf, Nettoposition öffentlicher Haushalte gegenüber dem Eurosystem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

Jahresultimoprämien hinausgehen. Insgesamt betrachtet hat sich die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt deutlich nach oben verlagert.

Die laufende Geldmarktsteuerung des Eurosystems verfolgte weiterhin die Absicht, durch eine die Liquiditätseffekte der Marktfaktoren (vorrangig öffentliche Kassentransaktionen) ausgleichende und zu Beginn der jeweiligen Mindestreserveerfüllungsperiode tendenziell großzügige Mittelbereitstellung den Tagesgeldzins (EONIA) möglichst dicht am Hauptrefinanzierungssatz zu führen, um den sehr hohen Bietungsvolumina bei den Mengentendern zu begegnen. Aufgrund der zunehmenden Zinsunsicherheit lag der Tagesgeldzins seit Anfang Oktober gleichwohl häufiger deutlich oberhalb des Geldmarktleitzinses. Die Mengengebote beim Haupttender erreichten neue Höchststände, und die Repartierungsquoten verharrten auf niedrigem Niveau. Zum Ende des Erfüllungszeitraums hingegen gab der EONIA-Satz vor dem Hintergrund sich abzeichnender Liquiditätsüberschüsse stets spürbar nach, und die Einlagefazität wurde vorübergehend regelmäßig in größerem Umfang in Anspruch genommen.

Reichliche Mittelbereitstellung über Hauptrefinanzierungsoperationen

Die bis September fällig gewordenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte im Betrag von jeweils 15 Mrd Euro wurden stets vollständig ersetzt. Im Oktober hat der EZB-Rat entschieden, die drei bis zum Jahresende noch abzuwickelnden Basistender jeweils in Höhe von 25 Mrd Euro zuzuteilen. Diese Aufstockung soll zu einem reibungslosen Übergang in das Jahr 2000 beitragen. Ende Oktober stiegen die Zuteilungssätze bei diesen unverändert als Zinstender ausgeschriebenen

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Geschäften entsprechend der Entwicklung an den Geldmärkten kräftig an.

Insgesamt betrachtet nahmen die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems von August bis Oktober um 7,1 Mrd Euro auf 188,0 Mrd Euro ab (vgl. nebenstehende Tabelle). Damit wurden marktbedingte Liquiditätszuflüsse von 6,8 Mrd Euro ausgeglichen. Das Mindestreservesoll blieb nahezu unverändert. Kurzfristige Feinsteuerungsoperationen wurden weiterhin nicht durchgeführt. Der Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten ging leicht zurück.

Geldmengenentwicklung zunehmend vom Referenzwert entfernt

Die Geldmenge M3 ist im dritten Quartal dieses Jahres im Euro-Währungsgebiet wieder etwas stärker gewachsen, nachdem sich die monetäre Dynamik im Vorquartal abgeschwächt hatte. Im September übertraf M3 im gesamten Währungsgebiet seinen Stand vom Vorjahr um 6,1%, nach 5,7% im August und 5,8% im Juli. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten betrug von Juli bis September 5,9%; er hat sich in den letzten Monaten weiter vom Referenzwert in Höhe von 4½% entfernt. Insbesondere im Juli und September ist die Geldmenge M3 kräftig expandiert. Demgegenüber hat sie im August nur mäßig zugenommen. Bei der Interpretation des Geldmengenwachstums im gesamten Währungsgebiet ist weiterhin eine gewisse Vorsicht angezeigt, da die Entwicklung in den einzelnen Teilnehmerländern der EWU nach wie vor sehr heterogen ist. Der deutsche Beitrag zur monetären Expansion im Euro-Währungsgebiet wächst unverändert spürbar stärker als das Gesamt-aggregat (vgl. S. 17). Erfahrungsgemäß sind mit einer anhaltend reichlichen Liquiditätsver-

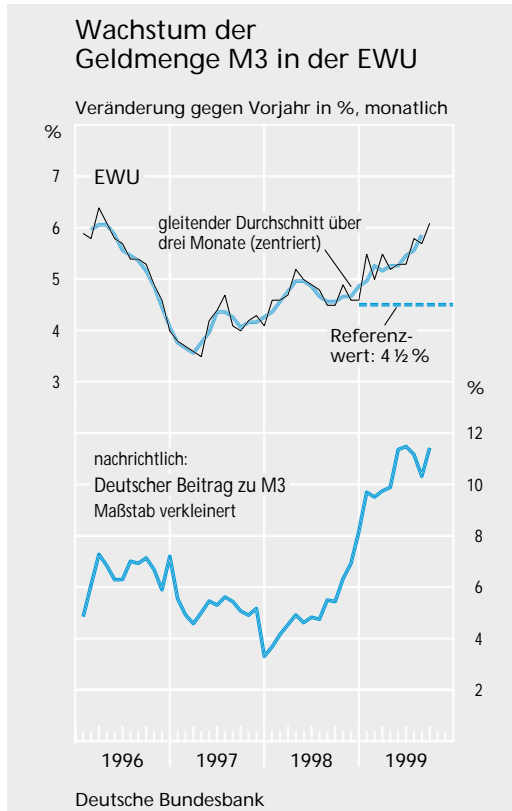
Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd Euro;
berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten
der Reserveerfüllungsperioden

Position	1999		
	24. Aug. bis 23. Sept.	24. Sept. bis 23. Okt.	24. Aug. bis 23. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 2,7	- 0,4	+ 2,3
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem	- 4,1	+ 6,0	+ 1,9
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	+ 0,3	+ 6,1	+ 6,4
4. Sonstige Faktoren	+ 0,5	- 4,3	- 3,8
Insgesamt	- 0,6	+ 7,4	+ 6,8
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 0,3	- 7,4	- 7,1
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,0	± 0,0	- 0,0
c) Sonstige Geschäfte 2)	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,3	+ 0,1	- 0,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,4
Insgesamt	+ 0,3	- 7,2	- 6,9
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,3	+ 0,2	- 0,1
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,2	- 0,2	+ 0,0
Nachrichtlich: 3)			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	150,4	143,0	143,0
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	45,0	45,0
Sonstige Geschäfte 2)	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,2	0,3	0,3
Einlagefazilität	0,7	0,6	0,6

* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 1 Einschließlich liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 2 Einschließlich in Stufe 2 abgeschlossener und zu Beginn der Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte; ohne „Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen (in Pos. I.4. enthalten). — 3 Bestände im Durchschnitt der betrachteten bzw. letzten Erfüllungsperiode.

Deutsche Bundesbank



sorgung der Wirtschaft erhöhte Stabilitätsrisiken für die Zukunft verbunden. Mit seiner jüngsten Zinsentscheidung hat der EZB-Rat seinen Willen bekundet, diesen entschlossen entgegenzuwirken.

*Komponenten
der Geldmenge*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 entwickelten sich im dritten Quartal dieses Jahres die marktfähigen Papiere, und hier insbesondere die Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sowie die Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren, besonders dynamisch. Das Expansionstempo der täglich fälligen Einlagen blieb hoch. Die Volatilität an den Finanzmärkten dürfte die Liquiditätsneigung gefördert und Anleger veranlaßt haben, Mittel in kurzfristigen Anlagen zu parken. Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Pro-

blem mögen hinzugekommen sein. Auch der Bargeldumlauf ist im dritten Quartal vergleichsweise kräftig gestiegen. Insgesamt ist die Geldmenge M1, die neben dem Bargeldumlauf die Sichteinlagen umfaßt, von Juli bis September mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 8 % gewachsen, ihren Vorjahrsstand übertraf sie Ende September um 13 %. Die übrigen in M3 enthaltenen kürzerfristigen Einlagen entwickelten sich mäßig.

Von den Bilanzgegenposten her betrachtet wurde das Geldmengenwachstum im Euro-Währungsgebiet weiterhin durch die bereits seit längerem sehr kräftige Kreditgewährung an den privaten Sektor gefördert; allerdings ließ das Wachstumstempo im dritten Quartal etwas nach. Die Ausleihungen der MFIs an den privaten Sektor erhöhten sich von Juli bis September um 73,6 Mrd Euro, verglichen mit einer Zunahme von 88,2 Mrd Euro im gleichen Vorjahrsquartal. Die Vorjahrsrate betrug zuletzt 10,5 %. Während die Bestände der MFIs an Aktien und anderen Dividendenwerten im dritten Quartal nur mäßig zunahmen, expandierten die Buchkredite der MFIs an Unternehmen und Privatpersonen erneut recht kräftig. Möglicherweise haben die steigenden Zinsen für Bankkredite Schuldner veranlaßt, sich die derzeit noch günstigen Kreditkonditionen längerfristig zu sichern. Die Verschuldung der öffentlichen Haushalte bei den MFIs erhöhte sich im dritten Quartal um 4,9 Mrd Euro, verglichen mit einem Rückgang um 20,9 Mrd Euro vor Jahresfrist. Dies war im Ergebnis jedoch ausschließlich auf eine Aufstockung der Bestände an öffentlichen Wertpapieren in den Portefeuilles der MFIs zurückzuführen. Demgegenüber haben die öffent-

*Bilanz-
gegenposten*

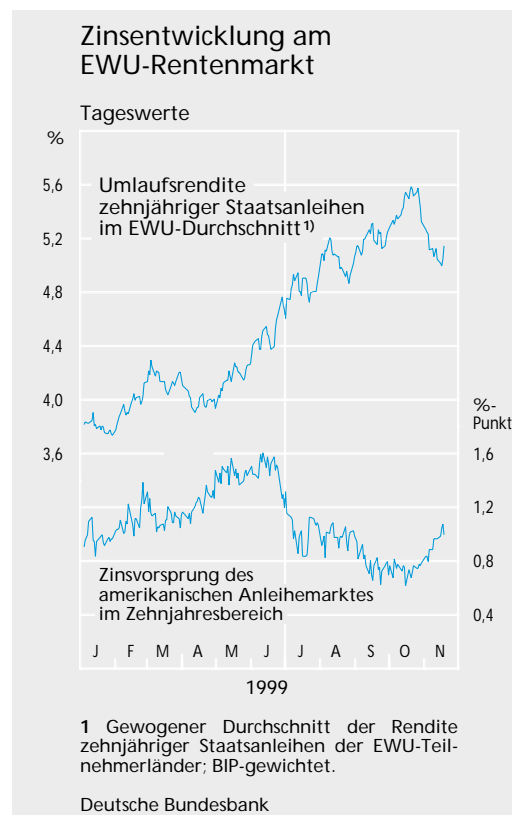
lichen Hände ihre Buchkredite bei den MFIs weiter abgebaut. Das bereits im Vorquartal etwas kräftigere Wachstum des Geldkapitals bei MFIs hielt im dritten Quartal 1999 nahezu unverändert an, so daß die Geldmengenexpansion von dieser Seite etwas gebremst wurde. Im Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit Geschäftspartnern außerhalb des Euro-Währungsgebiets sind im dritten Quartal dieses Jahres deutlich weniger Mittel abgeflossen als in den beiden Vorquartalen. Die Nettoforderungen der MFIs gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet, in denen solche Transaktionen ihren Niederschlag finden, verminderten sich um 9,0 Mrd Euro nach einem Rückgang um 60,0 Mrd Euro im zweiten sowie um 70,4 Mrd Euro im ersten Quartal.

Deutscher Beitrag

Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet hat sich binnen Jahresfrist mit einer Rate von 11,4% spürbar stärker ausgeweitet als das Gesamttaggregat. Diese Rate dürfte die tatsächliche Liquiditätsversorgung in Deutschland aber deutlich überzeichnen. Dafür spricht insbesondere, daß die Käufe von Geldmarktpapieren und kürzerfristigen Bankschuldverschreibungen durch Anleger aus Ländern außerhalb des Währungsgebiets in jüngster Zeit weiter zugenommen haben.¹⁾ Die in der ersten Jahreshälfte zu beobachtenden hohen Mittelrückflüsse vom Euromarkt haben im dritten Quartal dagegen merklich nachgelassen.

Weiterer Anstieg der Kapitalmarktzinsen bis Ende Oktober ...

An den Kapitalmärkten des Euro-Währungsgebiets setzte sich der im Frühjahr in Gang gekommene Zinsanstieg bis in den Herbst hinein fort. Die durchschnittliche Rendite



zehnjähriger Staatsanleihen der EWU-Länder zog von Ende Juni bis Ende Oktober um mehr als einen Prozentpunkt auf in der Spitze über 5½% an. Im internationalen Vergleich sind die langfristigen Zinsen in der EWU relativ kräftig gestiegen. So verringerte sich der Zinsvorsprung zehnjähriger amerikanischer Staatsanleihen bis Ende Oktober auf etwa dreiviertel Prozentpunkte; er hat sich damit gegenüber Juni praktisch halbiert. Die Annäherung der Kapitalmarktrenditen in der EWU an das Niveau der anhaltend wachstumsstarken Vereinigten Staaten ist ein Indiz dafür, daß hinter dem Zinsanstieg in Europa

¹ Da bei diesen Papieren der Umlauf abzüglich der von MFIs im Euro-Raum gehaltenen Bestände ausgewiesen und – infolge statistischer Schwierigkeiten – bisher nicht zusätzlich zwischen Erwerbern aus dem Währungsgebiet und aus Drittländern unterschieden wird, gehen solche Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber Akteuren außerhalb des Euro-Raums in die Geldmenge M3 ein.

in erster Linie eine optimistischere Einschätzung der Konjunkturperspektiven steht. Ausgehend von der durch Krisenängste gekennzeichneten Situation im Frühjahr sind die höheren Kapitalmarktzinsen somit Ausdruck einer gewissen Normalisierung. Allerdings deutet der Renditenanstieg auch darauf hin, daß sich die Stabilitätsrisiken in den Sommermonaten wieder stärker in Richtung anziehender Preise verlagert haben. Vor diesem Hintergrund dürften den Zinsanstieg im Herbst auch Mutmaßungen über Zeitpunkt und Umfang einer Zinsanhebung des Eurosystems akzentuiert haben.

... und Rückgang im Umfeld der Zinsanhebung des Eurosystems

Ende Oktober setzte ein Zinsrückgang ein, in dessen Verlauf die zehnjährigen Renditen im EWU-Durchschnitt wieder unter 5¼ % sanken. Dazu hat wohl wesentlich beigetragen, daß mit der sich immer klarer abzeichnenden Anhebung der Notenbankzinsen durch das Eurosystem die Unsicherheit am Kapitalmarkt wich. Nach der Zinsentscheidung des EZB-Rats setzte sich der Renditenrückgang fort; Mitte November lagen die Kapitalmarktzinsen in der EWU bei 5 %. Im Ergebnis hat sich die Zinsstruktur im Herbst deutlich abgeflacht. Zuletzt waren die zehnjährigen Renditen rund 1½ Prozentpunkte höher als der Dreimonats-EURIBOR, verglichen mit in der Spitze 2½ Prozentpunkten im Spätsommer. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, daß der

Dreimonats-EURIBOR derzeit – wie alle über die Jahreswende hinausreichenden Geldmarktsätze – einen Aufschlag beinhaltet, der auf die höhere Liquiditätspräferenz der Banken über den Jahrtausendwechsel zurückzuführen ist.

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet waren in den Sommer- und Herbstmonaten ausgeprägten Schwankungen unterworfen, wobei die Entwicklung an den europäischen Aktienmärkten – wie üblich – weitgehend den Kursvorgaben der Wall Street folgte. Nachdem die Notierungen europäischer Dividendenwerte Mitte Juli ein neues Allzeithoch erreicht hatten, fielen sie bis Anfang August – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex – um mehr als 10 % zurück. Von diesem zyklischen Tief erholten sie sich bis Mitte September fast vollständig. Bis in den Oktober hinein verloren Dividentitel dann wieder deutlich an Wert. Der jüngste Kursaufschwung brachte die Notierungen schließlich auf neue Rekordstände. Verglichen mit dem Jahresendstand 1998 ergibt sich bis Mitte November ein Plus von fast 19 %. Insgesamt betrachtet konnten europäische Beteiligungswerte im Herbst gegenüber US-Aktien einiges an Boden gut machen; dies dürfte in erster Linie mit den nun auch in den größeren Ländern des Euro-Raums deutlich verbesserten Konjunkturperspektiven zusammenhängen.

*Volatile
Aktienkurse*